



MAGAZINE

Amundi: «Inflazione e crescita: due dinamiche diverse»

By **Redazione** 15 Novembre 2021

Qual è la vostra lettura del contesto economico globale?

«L'attuale contesto economico è abbastanza complesso e ci sono due temi che meritano alcune riflessioni: l'inflazione e la crescita economica. Per quanto riguarda l'inflazione, i dati mostrano livelli piuttosto elevati, risultato di una ripartenza dell'economia globale, in cui la domanda è stata superiore all'offerta. Ciò ha determinato, come spesso accade, un aumento dei prezzi e diverse tensioni di carattere inflazionistico causate da una maggiore richiesta di beni, dai colli di bottiglia che si sono creati all'interno del sistema produttivo e distributivo e dal basso livello delle scorte. La dinamica descritta era attesa dal mercato e dalle stesse banche centrali, ma si pensava che avrebbe avuto un decorso più breve di quanto non stia, di fatto, avvenendo. In questa situazione, il rischio è che ci possa essere un incremento permanente e strutturale dell'inflazione a un livello più elevato, da ascrivere a ciò che gli economisti chiamano il "second round effect", cioè un'incorporazione dell'aumento dei prezzi all'interno delle negoziazioni salariali. Vedremo come evolverà la situazione. Negli Usa, i dati sull'occupazione stanno risentendo ancora dei sussidi distribuiti con lo scoppio della pandemia, pur essendo in graduale esaurimento. C'è una difficoltà nel mondo post-Covid a fare incontrare, anche in questo caso, la domanda con l'offerta, proprio per la richiesta di alcune figure professionali in determinati settori. È prematuro dire se siamo di fronte a un cambiamento strutturale del mercato del lavoro e, per il momento, non ci sono indicazioni che sia in atto un generalizzato aumento dei salari. A tutt'oggi, sempre negli Stati Uniti, mancano all'appello circa 5 milioni di lavoratori, ma ci attendiamo che la situazione progressivamente si normalizzi. Certo, tanto più si mantengono elevati i livelli di inflazione, maggiore sarà la possibilità che ciò si traduca in aumenti delle retribuzioni. Tuttavia, bisogna ricordare che si è riduci da un periodo, quello pre-crisi, dove a preoccupare i mercati era lo spettro della deflazione e forse questa considerazione spiega la maggiore pazienza mostrata dalle banche centrali di fronte al manifestarsi dell'inflazione».

Qual è invece l'impatto della crescita economica?

«In merito, invece, alla crescita, ci sono stati alcuni indicatori globali che mostrano che quest'ultima non sta più accelerando ma, nel migliore dei casi, sta consolidando su fasce alte, se non rallentando. Un esempio su tutti è la Cina, la cui attività economica registra livelli inferiori a quelli cui ci ha sempre abituati. Il rallentamento dell'economia della Repubblica Popolare è frutto di una scelta politica e non è causata dalle forze di mercato: la finalità è rendere la crescita più sostenibile, anche da un punto di vista finanziario. C'è, inoltre, una palese volontà delle autorità di prestare maggiore attenzione ai livelli di prezzo raggiunti dagli asset, sia mobiliari, sia immobiliari, per ridurre eccessi e speculazioni. Si tratta di un intervento che potrebbe avere significativi impatti sui risparmi dei cittadini e sui loro consumi, ma non è ancora chiaro se si tratta di una fase transitoria o se si è di fronte alla volontà di Pechino di guidare il Paese verso una crescita più bassa. Quindi, la combinazione di un livello di inflazione decisamente più alto di quello del recente passato e di un Pil che potrebbe decelerare sta rendendo lo scenario più difficile da interpretare, sia per gli investitori, sia per le banche centrali. Esse si trovano di fronte a dati sui prezzi al consumo che potrebbero suggerire un cambiamento delle politiche monetarie, mentre l'andamento della crescita indicherebbe esattamente il contrario. Per il 2022 ci aspettiamo alcune potenziali divergenze sulle decisioni che gli istituti di emissione potrebbero adottare. È possibile che la Bank of England opti per un aumento dei tassi entro la fine dell'anno, la Fed dovrebbe finire l'attività di tapering entro la metà di quello prossimo, mentre la Banca Centrale Europea potrebbe mantenere tutto invariato, visto che il livello d'inflazione è ancora inferiore al target che si è data. Alla luce di queste diversità, è possibile che emergano alcune opportunità di investimento».

Pensate che arriveremo a vedere aspettative di inflazione sistematicamente più elevate sul lungo termine ?

«Ci attendiamo che l'inflazione scenderà, anche se non tornerà ai livelli riportati prima della crisi, e consideriamo la fase attuale come transitoria. Crediamo, infatti, che la robusta ripresa abbia creato alcuni colli di bottiglia che verranno superati entro il primo trimestre del 2022. Ciononostante, non bisogna dimenticare che, se il tasso di disoccupazione scendesse e la forza lavoro venisse riassorbita, anche il livello dei salari potrebbe aumentare. Ci sono, poi, altre dinamiche di più lungo periodo, che vanno prese in considerazione. Una tra queste è la maggiore presenza dello stato nell'economia con la promozione della transizione energetica, che valutiamo positivamente, ma che, nel breve, potrebbe creare pressioni inflative attraverso l'aumento del prezzo del petrolio. Questo fenomeno rischia di provocare ricadute negative sui consumi, perché l'incremento della bolletta energetica ha un effetto diretto sul reddito disponibile per l'acquisto di altri beni. Quest'ultimo, però, è un aspetto su quale le banche centrali non hanno strumenti a disposizione per intervenire. Si tratta, infatti, di un'inflazione non creata da un eccesso di domanda sull'offerta, dovuta a una crescita sopra potenziale, bensì è causata da uno shock sul lato dell'offerta nei confronti della quale la politica monetaria non risulta efficace, ma richiede l'intervento di quella fiscale».

Le attese legate all'inflazione continuano a persistere sul mercato. Quali strategie consigliate?

«In un simile contesto, preferiamo i titoli indicizzati all'inflazione come parte strategica del portafoglio, sempre però tenendo in considerazione la duration. L'outlook per i titoli governativi tradizionali, invece, non è positivo, perché i tassi reali rimangono fortemente negativi, sia negli Stati Uniti, sia in Europa. Poi, più in generale, c'è da tenere in considerazione che le diverse politiche monetarie delle banche centrali porteranno a preferire alcune asset class piuttosto che altre. Nell'area euro, la politica monetaria più accomodante dovrebbe tradursi, al margine, in un contesto più positivo per i titoli che sono oggetto degli acquisti della Bce, come i senior corporate investment grade o i subordinati di emittenti sempre investment grade. Rimane favorevole anche il contesto per i titoli periferici, in particolare dell'Italia che, tra l'altro, è uno dei paesi che più beneficiano del piano Next Generation Eu, che ci attendiamo darà un contributo positivo alla crescita del nostro Paese. C'è una preferenza per quei settori dei mercati finanziari obbligazionari con un maggiore premio per il rischio, con minore esposizione alla duration, penalizzata da questo contesto inflativo. Sulla parte high yield sarà invece importante la scelta bottom-up, prestando attenzione al livello di leva finanziaria delle aziende. In sintesi, si può affermare che siamo di fronte a livelli di default rate bassi, così come le esigenze di funding, e rimane il sostegno degli acquisti da parte della Bce».

Pensate che avremo presto rendimenti più elevati, curve più ripide e un aumento degli spread sui corporate?

«Se un rialzo dei tassi e un irripidimento delle curve avvenissero per i buoni fondamentali e la crescita rimanesse forte, non sarebbe un problema per gli asset finanziari. Basti pensare a quanto è successo quest'anno: il mercato Usa sta già prezzando due rialzi dei tassi entro il 2022 e il decennale ha toccato quota 1,6%, ma l'S&P è vicino ai massimi storici, in un clima di generale stabilità. Diverso è il caso in cui la crescita si abbassasse e l'inflazione salisse, con le banche centrali che accelerano il processo di normalizzazione, ma è uno scenario, quest'ultimo, che non ci attendiamo. Un altro fattore da tenere in considerazione è come si muoveranno effettivamente gli istituti di emissione, perché è un dato di fatto che nel 2022 ci sarà una riduzione della liquidità all'interno del sistema e sarà essenziale vedere come questo passaggio sarà

amministrato. La recente gestione dell'annuncio del tapering da parte della Fed è, da questo punto di vista, un esempio di grande capacità di comunicazione, che non ha creato reazioni sul mercato, a differenza di quanto successo nel 2013».



Redazione

© GMR Srl V.le San Michele del Carso,1 20144 Milano, PI 06382130968 redazione@fondiesicav.it

